

江苏三房巷聚材股份有限公司

公开发行可转换公司债券

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕3827号

联合资信评估股份有限公司通过对江苏三房巷聚材股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定下调江苏三房巷聚材股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺，并下调“三房转债”的信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十六日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受江苏三房巷聚材股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

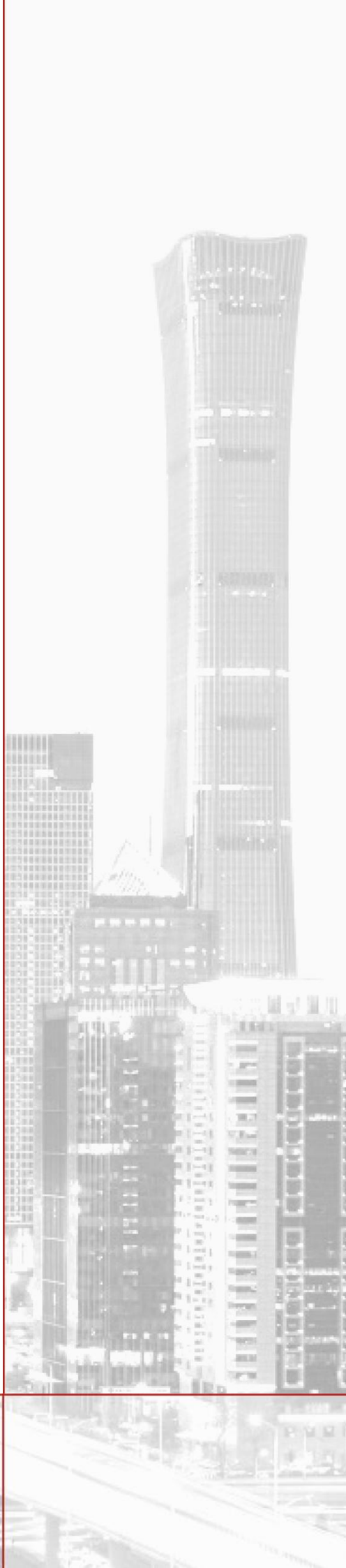
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



江苏三房巷聚材股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
江苏三房巷聚材股份有限公司	A+/稳定	AA-/稳定	2025/06/26
三房转债	A+/稳定	AA-/稳定	

评级观点

江苏三房巷聚材股份有限公司（以下简称“公司”）为国内大型瓶级聚酯切片制造企业之一，具备较好的区位条件。跟踪期内，公司瓶级聚酯切片业务市场份额仍处于行业前列，生产规模进一步扩大。跟踪期内公司营业总收入变化不大，瓶级聚酯切片因新增产能释放，产销量均同比增长，产销率很高，但 PTA 产量因产线停产而下降。在瓶级聚酯切片行业供过于求的环境下，公司瓶级聚酯切片和 PTA 产品销售价格均持续下降，业务综合毛利率仍很低。同时考虑企业管理等因素，公司经营风险仍为很低，但需关注关联交易情况。财务方面，跟踪期内，公司资产规模较上年底有所增加，非流动资产占比明显上升，符合化工行业一般特征；但应收账款增幅较大，其中关联方余额规模很高；在建项目建设投入增加，以及经营获现仍流出导致货币资金非受限金额很少，且存货仍存减值风险，对于公司资产质量和流动性形成了压力。公司有息债务来源较为多元，债务负担在化工行业内重，且较高的短期债务规模对于公司经营形成了很大的还款压力。2024 年，公司收入同比增长，公司经营性亏损规模仍然较大，非经营性亏损大幅增加，进一步加重了公司的亏损程度；2025 年一季度，公司亏损额同比扩大。跟踪期内，因公司经营业绩表现不佳，其偿债指标整体下降，整体看公司偿债指标弱。公司财务风险上升。综合公司经营和财务风险表现，其偿还债务的能力下降。考虑到“三房转债”存续期较长，其设置有转股条款，违约概率较低。

个体调整：项目投产。

外部支持调整：无。

评级展望

由于瓶级聚酯切片和 PTA 行业均呈现供给大于需求的市场竞争格局，未来几年将处于产能持续消化的过程中，行业盈利空间较为有限，但考虑到公司主要在建项目目前均已完工或接近完工，后续筹资压力减轻。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司资本实力显著增强，盈利及现金流显著改善且具有可持续性，偿债能力显著提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生连续亏损，经营现金持续流出，或财务杠杆大幅攀升、公司流动性恶化，投资项目效益严重不及预期、关联方应收账款以及关联担保对公司造成损失，或其他因素导致信用水平显著下降。

优势

- **跟踪期内，公司仍具备较好的区位条件，瓶级聚酯切片业务市场份额仍处于行业前列。**公司生产经营所在地江苏省江阴市位于纺织业发达的长三角地区，具备较好的区位条件。2024 年，公司瓶级聚酯切片和 PTA 产量分别为 300.86 万吨和 140.13 万吨，在国内市场占有率别约为 19.34%和 1.95%，其中瓶级聚酯切片产量排名行业约前两位。
- **公司主要在建项目围绕 PTA 和瓶级聚酯切片生产业务开展，目前项目均已完工或接近完工，后续筹资压力减轻。**公司“江苏兴业塑化有限公司年产 150 万吨绿色多功能瓶片项目”为“三房转债”募投项目之一，大部分资金来源通过可转债已解决，已于 2025 年 5 月公告投产。公司正在建设的海伦石化 320 万吨 PTA 技改扩能及配套项目，预计于 2025 年内完工。考虑到“三房转债”存续期较长，其设置有转股条款，未来有望通过转股降低“三房转债”的实际偿付压力。

关注

- **公司所处行业供大于求，市场竞争激烈，导致跟踪期内公司亏损规模扩大，经营获现较投资支出仍缺口很大。**2024 年，瓶级聚酯切片和 PTA 行业均呈现供给大于需求的市场竞争格局，瓶级聚酯切片加工价差较 2023 年同期降幅明显。2024 年和 2025 年一季度，公司亏损额分别为 6.24 亿元和 1.76 亿元，分别同比增长 63.88%和 380.60%。2024 年，公司筹资活动前现金流量净额为-28.09 亿元。未来几年上述行业将处于产能持续消化的过程中，行业内企业经营压力仍较大，产品销售价格预计仍将处于低位。
- **跟踪期内，公司应收账款增幅较大，其中关联方余额规模很高，被会计师事务所出具了带强调事项段的无保留意见的审计结论，且存在较大规模的关联担保。**2024 年底，公司应收账款增幅较大，主要系对江阴运伦化纤有限公司、江阴博伦化纤有限公司等关联方关联销售应收账款大幅增加所致，公司应收账款关联方组合余额为 43.80 亿元。因此公司 2024 年审计报告被会计师事务所出具了带

强调事项段的无保留意见的审计结论。截至 2025 年 3 月底，公司合并口径对外担保金额共 6.00 亿元，为对控股股东三房巷集团有限公司的担保。

- 跟踪期内，公司经营活动净现金流和 EBITDA 均无法对“三房转债”债券余额形成覆盖，未来需持续关注公司所处行业供需变化对其经营业绩的影响。2024 年，公司经营活动净现金流和 EBITDA 对“三房转债”债券余额的覆盖倍数分别为-0.07 和 0.02 倍。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 化工企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 化工企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F4	现金流	资产质量	2
			盈利能力	6
			现金流量	4
		资本结构		3
		偿债能力		4
		指示评级		
个体调整因素：项目投产			+1	
个体信用等级			a ⁺	
外部支持调整因素：--			--	
评级结果			A ⁺	

个体信用状况变动说明：由于公司财务风险评价结果降至 F4,公司指示评级较上年降至 a；由于公司主要在建项目均已完工或接近完工，个体调整情况较上次评级调整为项目投产。

外部支持变动说明：公司外部支持情况较上次评级未发生变化。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

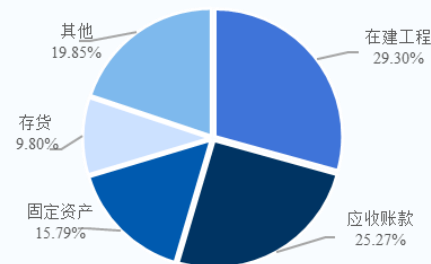
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	21.58	11.45	11.24
资产总额（亿元）	160.93	186.04	193.32
所有者权益（亿元）	62.97	57.71	56.49
短期债务（亿元）	34.20	46.03	48.33
长期债务（亿元）	40.38	47.88	49.25
全部债务（亿元）	74.58	93.91	97.59
营业总收入（亿元）	234.79	241.37	43.93
利润总额（亿元）	-3.81	-6.24	-1.76
EBITDA（亿元）	3.49	0.56	--
经营性净现金流（亿元）	-27.18	-1.70	0.49
营业利润率（%）	-0.07	-0.28	-0.13
净资产收益率（%）	-4.37	-8.45	--
资产负债率（%）	60.87	68.98	70.78
全部债务资本化比率（%）	54.22	61.94	63.34
流动比率（%）	159.92	104.91	98.87
经营现金流动负债比（%）	-47.50	-2.18	--
现金短期债务比（倍）	0.63	0.25	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	0.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.34	169.19	--

公司本部口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	88.55	96.73	/
所有者权益（亿元）	62.57	61.18	/
全部债务（亿元）	21.69	22.56	/
营业总收入（亿元）	0.02	0.03	/
利润总额（亿元）	-0.76	-0.99	/
资产负债率（%）	29.34	36.75	/
全部债务资本化比率（%）	25.74	26.94	/
流动比率（%）	18.45	19.69	/
经营现金流动负债比（%）	-25.77	48.62	/

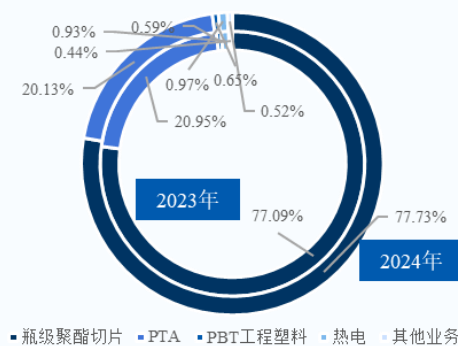
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计，公司未披露 2025 年一季度公司本部财务报表；2. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告已将合并口径的长期应付款中的有息部分计入债务；4. 本报告中 2023 年底数据为 2024 年年初数；5. “--”表示数据不适用，“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

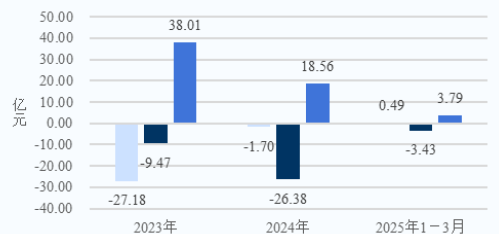
2024 年底公司资产构成



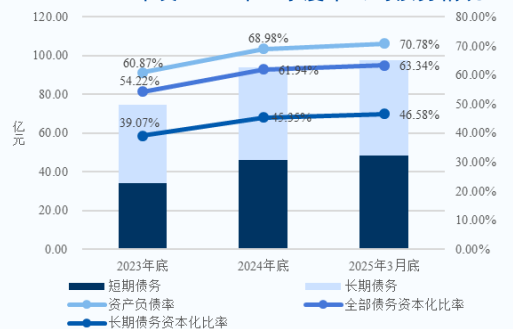
2023—2024 年公司收入构成



2023—2024 年及 2025 年一季度公司现金流情况



2023—2024 年及 2025 年一季度末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
三房转债	25.00 亿元	24.99 亿元	2029/01/06	赎回、回售

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；债券余额为截至 2025 年 3 月底数据。

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
三房转债	AA/稳定	AA/稳定	2024/05/27	毛文娟 张垲	化工企业信用评级方法（V4.0.202208） 化工企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
三房转债	AA/稳定	AA/稳定	2022/07/25	张垲 毛文娟	化工企业信用评级方法（V3.1.202205） 化工企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张 垲 zhangtong@lhratings.com

项目组成员：谭心远 tanxy@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于江苏三房巷聚材股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

截至 2025 年 3 月底，公司股本 38.97 亿元。三房巷集团有限公司（以下简称“三房巷集团”）直接和间接分别持有公司 76.15% 和 5.14% 股份，为公司控股股东。卞平刚先生通过三房巷集团和江苏三房巷国际贸易有限公司（以下简称“三房巷国贸”，为三房巷集团的下属企业和一致行动人）间接控制公司 81.29% 股份，并直接持有公司 0.115% 的股份，为公司实际控制人（公司股权结构图详见附件 1-1）。

截至 2025 年 4 月 25 日，公司公告控股股东三房巷集团将其持有的公司 17.49 亿股股份质押，占其持有公司股份的 58.94%，占公司总股本的 44.89%。三房巷集团的一致行动人三房巷国贸持有公司股份未质押。

跟踪期内，公司经营范围仍然为聚酯瓶片和 PTA 生产销售。按照联合资信行业分类标准划分为化工行业。

截至 2024 年底，公司本部职能部门设置详见附件 1-2；公司共有员工 2144 人。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 186.04 亿元，所有者权益 57.71 亿元（含少数股东权益 0.00 亿元）；2024 年，公司实现营业收入 241.37 亿元，利润总额-6.24 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 193.32 亿元，所有者权益 56.49 亿元（含少数股东权益 0.00 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业收入 43.93 亿元，利润总额-1.76 亿元。

公司注册地址：江苏省江阴市周庄镇三房巷村；法定代表人：卞惠良。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，公司对募集资金项目累计投入 20.19 亿元，使用闲置募集资金暂时补充流动资金余额为 4.72 亿元。公司还本付息正常。2024 年以来，公司未调整转股价格，截至 2025 年 3 月底，“三房转债”转股价格为 3.02 元/股。

图表 1 • 截至 2025 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
三房转债	25.00	24.99	2023/01/06	6 年

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》。

五、行业分析

2024 年，瓶级聚酯切片和 PTA 行业均呈现供给大于需求的市场竞争格局，瓶级聚酯切片加工价差较 2023 年同期降幅明显，未来几年将处于产能持续消化的过程中，行业内企业经营压力仍较大。

公司主营业务为瓶级聚酯切片、PTA 的生产与销售，PTA 为瓶级聚酯切片的主要原材料之一。聚酯产品主要包括瓶级聚酯切片、聚酯纤维以及聚酯薄膜。其中，瓶级聚酯切片主要用于饮料包装、食品包装、医药包装、化妆品包装等领域。

需求端方面，2024 年，受益于下游行业的发展，国内瓶级聚酯切片市场需求保持增长。随着消费场景的不断丰富，2024 年软饮料行业对瓶级聚酯切片的需求依旧保持稳定增长，全年需求占瓶级聚酯切片需求总量的比重维持在 39% 左右，是瓶级聚酯切片下游消费的主要组成部分。同时，2024 年旅游、餐饮行业的恢复增加了食用油的用量，间接带动了瓶级聚酯切片的需求；片材及其他新兴领域方面，日用品、生鲜、奶茶、咖啡等需求量也有所增长。根据中国化工联合会（China Chemical Federation，以下简称“CCF”）统计数据显示，食用油需求方面同比增长 10.5%，片材及新兴领域需求同比增长 4.8% 左右。综合来看，2024 年国内瓶级聚酯切片需求总量约为 862 万吨，同比增长 14%。出口方面，国内瓶级聚酯切片生产成本优势明显，海外需求继续增长，国内瓶级聚酯切片出口总量、增量仍较为可观。2024 年，虽然国内瓶级聚酯切片出口遭遇更多贸易壁垒，欧盟、韩国、墨西哥等均对华采取反倾销措施，但由于海外的能源与人工物流成本始终处于高位，部分地区地缘政治冲击持续，导致海外装置整体运行不稳定、减停产较多，同时海外新增产能较少、无法满足需求，中国瓶级聚酯切片以高性价比为基础，进一步提升了整体海外份额占比。根据 CCF 统计数据显示，2024 年国内瓶级聚酯切片出口总量在 585 万吨附近，同比增长 28.4%。

供给端方面，2024 年全球瓶级聚酯切片市场新投产产能仍主要为中国大陆地区，国内瓶级聚酯切片产能占全球总产能比重继续提升。根据 CCF 统计数据显示，2024 年国内瓶级聚酯切片新投产产能达 417 万吨，即使剔除长期转产或停产装置产能，2024 年底国内产能基数也达到 2043 万吨/年，同比增长 23%。海外地区部分产能装置开工负荷不稳定，部分宣布重组或不可抗力停车，海外客户对中国产量依存度维持高位。根据 CCF 统计数据显示，2024 年国内瓶级聚酯切片产量约为 1556 万吨，同比增长 18.8%。

综合供需情况来看，2024 年瓶级聚酯切片行业仍处于集中投产期，供给量大于需求量，新产能的供应冲击导致行业效益进一步下滑，年内加工差一度创下历史低值，市场价格整体呈现震荡下跌，行业出现大面积亏损。根据 CCF 统计数据显示，2024 年瓶级聚酯切片内外盘平均加工价差区间分别为 505.2 元/吨和 89.5 美元/吨，较 2023 年同期分别下滑 34.81% 和 10.5%¹。

我国是全球最大的 PTA 生产国和消费国，PTA 在中国的应用非常广泛，尤其是在聚酯产业中，鉴于其广泛的应用，PTA 逐步进入快速增长期，据 CCF 统计，2024 年末国内 PTA 产能基数为 8601.5 万吨，同比增加 6.70%；实际产量为 7188 万吨，同比增加 12.00%。对比来看，PTA 主要下游 PET 到 2024 年总产能达到 8461.5 万吨，5 年产能增速 9.10%，满产状态下虽具备了年度超 7200 万吨的 PTA 消费能力，但过剩局面依旧严峻，因此出口量大增：据海关统计数据，中国 PTA 出口超 400 万吨，较 2020 年增幅超过三倍，出口依赖度自 1.70% 升至 6.00% 附近。从整体上看，随着 PTA 产能的扩张，供需增速失衡对行业盈利构成的压力增加，因此 PTA 呈现供给大于需求格局。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司实际控制人发生变更。公司具备较好的区位条件，瓶级聚酯切片业务市场份额仍处于行业前列，生产规模进一步扩大。

跟踪期内，公司控股股东未发生变化，但因公司原实际控制人卞兴才先生逝世，其子卞平刚先生通过继承成为公司实际控制人。

企业规模和竞争力方面，公司是国内大型瓶级聚酯切片制造企业之一，并配套有上游 PTA 产能。公司生产经营所在地江苏省江阴市位于纺织业发达的长三角地区，具备较好的区位条件。公司“翠钰”牌瓶级聚酯切片品牌价值高。2024 年，公司瓶级聚酯切片和 PTA 产量分别为 300.86 万吨和 140.13 万吨，在国内市场占有率别约为 19.34% 和 1.95%²，其中瓶级聚酯切片产量排名行业

¹ 数据来源包括 CCF《2024 年聚酯产业链年报》、华润化学材料科技股份有限公司 2024 年年度报告以及公司年度报告等。

² 按照行业分析部分，2024 年全国瓶级聚酯切片和 PTA 产量分别约为 1556 万吨和 7188 万吨计算。

约前两位³，公司以及主要竞争同业企业海南逸盛石化有限公司、华润化学材料科技股份有限公司和万凯新材料股份有限公司四家合计产能约为 1549 万吨，行业集中度（CR4）进一步提升至 80%以上。

继“三房转债”募投项目之一的“江阴兴佳新材料有限公司年产 150 万吨绿色包装新材料项目”于 2023 年建成投产后，另外一个募投项目“江苏兴业塑化有限公司年产 150 万吨绿色多功能瓶片项目”于 2025 年 5 月公告投产，该项目拥有两套国内单套规模最大的 75 万吨/年 PET 聚合装置，能有效提高生产效率，降低单位生产能耗，将进一步加强公司“PTA-瓶级聚酯切片”一体化产业链布局。

公司过往债务履约情况良好。根据公司提供的人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91320200134792429F），截至 2025 年 5 月 28 日，公司无不良和关注类信贷信息记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司在国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台、中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）证券期货市场失信信息公开查询平台和信用中国网站中存在不良记录。

（二）公司治理

跟踪期内，公司董事、监事、主要管理人员、法人治理结构及主要管理制度未发生重大变化。公司原独立董事王志琴因连续任职时间届满六年离任，公司董事会选举桂卫萍接任。

（三）经营方面

1 业务经营分析

跟踪期内，公司营业总收入变化不大，但瓶级聚酯切片和 PTA 行业整体供过于求，公司业务综合毛利率仍很低。

跟踪期内，公司收入主要来源仍是瓶级聚酯切片和 PTA 产销业务。2024 年，随着 2023 年新增产能的持续释放，公司瓶级聚酯切片产销量增加，但销售价格下降，因而公司瓶级聚酯切片收入变化不大。

毛利率方面，2024 年，公司瓶级聚酯切片毛利率同比下降并出现成本倒挂，主要系行业新增产能，行业供给远大于需求导致产品利润空间收窄所致。PTA 业务毛利率倒挂有所减少，主要系公司原料 PX 采购价格下降所致。综上，公司综合毛利率降至-0.08%。

2025 年一季度，公司收入结构变化不大，综合毛利率仍很低。

图表 2 • 近年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
瓶级聚酯切片	181.00	77.09%	0.27%	187.63	77.73%	-0.53%	35.63	81.11%	-0.78%
PTA	49.19	20.95%	-1.93%	48.60	20.13%	-0.41%	6.95	15.82%	0.92%
PBT 工程塑料	1.38	0.59%	21.16%	1.56	0.65%	21.39%	0.41	0.93%	17.48%
热电	2.19	0.93%	15.28%	2.35	0.97%	22.23%	0.61	1.39%	25.35%
其他业务	1.03	0.44%	23.41%	1.24	0.52%	12.12%	0.33	0.75%	14.28%
合计	234.79	100.00%	0.18%	241.37	100.00%	-0.08%	43.93	100.00%	0.14%

注：因四舍五入，合计数可能存在尾差
 资料来源：公司提供，联合资信整理

（1）采购

跟踪期内，公司主要原料中 PX 和 PTA 采购均价均下降，采购量的变化使得采购集中度下降，原料供应可以保证。

跟踪期内，公司原材料采购模式、采购渠道、供应商选择、采购结算方式未发生重大变化。

³ 根据华润化学材料科技股份有限公司和万凯新材料股份有限公司 2024 年年度报告，产量均低于三房巷，另外一家国内主要厂商海南逸盛石化有限公司产量未见到公开资料披露

从采购量来看，因海伦石化项目建设影响以及生产成本较高等原因，2024 年，公司 PTA 部分产线停产，PTA 产量下降导致 PX 采购量同比下降。同时，瓶级聚酯切片产量增加，自产 PTA 产量减少，因此公司增加了外部 PTA 和 MEG 采购量，其中外部 PTA 采购量大幅上升。

从采购价格来看，PX 和 MEG 的价格与原油价格相关性较高，同时受供需影响较大。2024 年以来，在原油价格下跌以及国内供需格局相对宽松的背景下，公司 PX 采购价格持续下降；MEG 受国内供需平衡逐渐恢复影响，采购价格持续提升。PTA 采购价格受行业因素影响降幅较大。

图表 3 • 公司化工业务主要原料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原料	采购状况	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
PX	采购量	130.89	88.06	21.01
	采购均价	7300.00	6913.25	6148.43
MEG	采购量	92.00	96.76	25.38
	采购均价	3501.19	3897.34	3988.34
PTA	采购量	129.70	204.16	45.81
	采购均价	5220.71	4911.76	4359.27

资料来源：公司提供

2024 年，公司供应商仍主要为中国石化化工销售有限公司华东分公司等，前五大供应商采购金额占总采购金额的 20.42%，采购集中度有所下降，主要系 PX、PTA 等原料采购量大幅变化所致。公司主要原料在国内市场整体均处于供大于求的状态，来源很多，因此供应可以保证。

图表 4 • 公司前五名供应商采购情况（单位：亿元）

年份	供应商名称	关联方	采购额	占比	原料
2023 年	中国石化化工销售有限公司华东分公司	否	21.99	8.95%	PX MEG
	ITOCHU CORPORATION TOCQC 5-1	否	21.54	8.77%	PX
	海南国贸实业有限公司	否	19.63	7.99%	PTA MEG
	MIT SUBISHI CORPORATION	否	11.92	4.85%	PX MEG
	Hanwha Total Energies Petrochemical Co. Ltd.	否	11.63	4.73%	PX
	合计	--	86.71	35.29%	--
2024 年	中国石化化工销售有限公司华东分公司	否	17.71	5.87%	PX PTA
	厦门国贸石化有限公司	否	11.83	3.92%	PTA MEG
	海南国贸实业有限公司	否	11.66	3.86%	PTA MEG
	MEG GLOBAL EG SINGAPORE PTE.LTD.	否	10.22	3.39%	MEG
	S-OIL CORPORATION	否	10.19	3.38%	PX
	合计	--	61.61	20.42%	--

注：本表按照企业法人主体口径统计，与公司年报一致

资料来源：公司提供

（2）产销

2024 年，公司瓶级聚酯切片因 2023 年新增产能逐渐释放，产销量均同比增长，产销率很高，但 PTA 产量因产线停产而下降，瓶级聚酯切片和 PTA 产品销售价格均持续下降。短期内公司所处行业将处于产能持续消化的过程中，产品销售价格预计仍将处于低位。

跟踪期内，公司生产模式、销售模式、销售定价方式、销售结算方式等未发生重大变化。公司未发生重大安全环保事故，未受到重大安全环保处罚。

2024 年，公司 PTA 和瓶级聚酯切片产能均无变化，PTA 产量下降，主要系公司部分 PTA 生产线为配合项目改造建设及检修需要停产（涉及产能 120 万吨/年），瓶级聚酯切片因 2023 年新增产能释放产销量同比增长。公司产品覆盖了全国多个省市，出口多个国家与地区，与国内外诸多知名企业形成了长期合作伙伴关系。2024 年，公司瓶级聚酯切片海外销售占比约为 40.14%，占比仍高。

2024 年以来，受行业新增产能和市场需求不足等环境因素影响，公司主要产品瓶级聚酯切片及 PTA 销售价格均持续下降。

图表 5 • 近年公司产品产销情况（单位：万吨/年、万吨、元/吨）

产品	指标	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
PTA	产能	240.00	240.00	240.00
	产量	207.67	140.13	29.59
	产能利用率	86.53%	58.39%	49.32%
	销量	94.03	99.22	15.77
	销售均价	5230.92	4897.98	4405.70
	产销率	101.28%	116.96%	132.44%
瓶级聚酯切片	产能	314.00	314.00	314.00
	产量	284.78	300.86	60.61
	产能利用率	119.15% ⁴	95.82%	77.21%
	销量	281.80	301.01	62.52
	销售均价	6422.94	6233.37	5698.85
	产销率	98.95%	100.05%	103.15%

注：公司 PTA 的销量不包括自用及受托加工销量，表中产销率为扣除上述因素后数据
 资料来源：公司提供

2024 年，公司前五大客户销售集中度同比基本持平，除 CZARNIKOW GROUP LIMITED、TRICON DRY CHEMICALS LLC 等化工品外贸贸易商以及关联方外，公司新增部分内资贸易商客户和直供客户。

图表 6 • 近年公司前五名客户销售情况（单位：亿元）

年份	客户名称	关联方	销售额	占比	产品及服务
2023 年	TRICON DRY CHEMICALS,LLC	否	18.00	7.67%	瓶级聚酯切片
	江苏兴业聚化有限公司	是	11.80	5.02%	PTA 软化水 仓储费 餐费 房屋租赁费
	江阴新伦化纤有限公司	是	11.67	4.97%	PTA 电 软化水 蒸汽
	江阴华怡聚合有限公司	是	10.11	4.31%	PTA 电 软化水 蒸汽 配件
	CZARNIKOW GROUP LIMITED	否	9.17	3.91%	瓶级聚酯切片
	合计	--	60.75	25.88%	--
2024 年	TRICON DRY CHEMICALS,LLC	否	28.67	11.88	瓶级聚酯切片
	CZARNIKOW GROUP LIMITED	否	9.89	4.10	瓶级聚酯切片
	武汉安捷塑胶有限公司	否	8.93	3.70	瓶级聚酯切片
	江苏兴业聚化有限公司	是	8.41	3.48	PTA 电 软化水 仓储费 租赁费
	康师傅饮品投资(中国)有限公司	否	6.29	2.60	瓶级聚酯切片
	合计	--	62.19	25.76%	--

注：本表按照企业法人主体口径统计，与公司年报一致
 资料来源：公司提供

（3）关联交易

2024 年，公司的关联销售仍保持较大规模，与关联方的应收款项金额同比大幅增长；同时，公司对三房巷集团存在关联担保。

公司关联方主要为控股股东三房巷集团及其子公司。2024 年，公司购买商品、接受劳务以及销售商品、提供劳务的关联交易发生额均同比变化不大，关联采购仍主要为向关联方购买天然气等原料，关联销售仍主要为向关联方销售 PTA、电力、蒸汽等产品，关联销售占比仍较高。此外，公司与关联方客户最短结算周期为款到发货，2024 年内最长结算周期已经超过 6 个月。2024 年，公司销售给关联方的 PTA 销售均价均参考当地同类产品市场价格定价，联合资信将对公司关联交易定价的公允性和销售结算方式持续关注。

⁴ “江阴兴佳新材料有限公司年产 150 万吨绿色包装新材料项目”于 2023 年 7 月底投产，产能利用率进行了年度折算

图表 7 • 公司关联方交易概况（单位：亿元）

年份	从关联方采购、接受劳务		向关联方销售、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2023 年	6.97	2.97%	51.83	22.07%
2024 年	6.36	2.63%	52.34	21.68%

资料来源：公司提供

截至 2024 年底，公司与关联方（控股股东、以及控股股东、实际控制人的附属企业）的应收款项（含应收账款、应收票据、应收账款融资，其他应收款以及预付账款，下同）金额同比大幅增长 55.49%至 44.08 亿元⁵，公司与关联方的应收款项占公司年末应收款项总额的 90.33%，公司当年关联方销售债权周转次数（关联方销售债权周转次数=向关联方销售、提供劳务获得的收入/关联方平均应收款项）从去年的 1.76 下降至 1.45 次。

截至 2024 年底，公司为控股股东三房巷集团提供担保 6.00 亿元，公司与三房巷集团签订了《反担保保证合同》。

2 未来发展

公司主要在建项目围绕 PTA 和瓶级聚酯切片生产业务开展，目前项目均已完工或接近完工，后续筹资压力减轻。公司规划建设的项目符合公司实际发展需求，但目前瓶级聚酯切片和 PTA 行业供应过剩的经营环境使得公司面临产能消纳风险。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在建项目如下表所示。主要在建项目计划总投资 73.76 亿元，已投资 47.73 亿元。公司“江苏兴业塑化有限公司年产 150 万吨绿色多功能瓶片项目”为“三房转债”募投项目之一，大部分资金来源通过可转债已解决，已于 2025 年 5 月公告投产。公司正在建设的海伦石化 320 万吨 PTA 技改扩能及配套项目，预计于 2025 年内完工，届时公司 PTA 产能将增至 560 万吨/年，但部分旧装置或停产。截至 2025 年 5 月底，公司已获得 20 亿元银团贷款，已提款超过 13 亿元，后续筹资压力减轻。但考虑到公司目前规划项目所处行业均供大于求，因而公司面临激烈的市场竞争，项目投产后实际效益和产能消纳有待关注。

图表 8 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	资金来源	计划总投资	截至 2025 年 3 月底已投资	预计完工时间
海伦石化 320 万吨 PTA 技改扩能及配套项目	自筹	53.03	33.56	2025 年
江苏兴业塑化有限公司年产 150 万吨绿色多功能瓶片项目	可转债募集资金	20.73	14.17	2025 年 5 月
合计	--	73.76	47.73	

注：因部分配套项目进入建设规划，海伦石化 320 万吨 PTA 技改扩能及配套项目计划总投资额增加
 资料来源：公司提供

（四）财务方面

公司于 2024 年 11 月公告变更会计师事务所，由大华会计师事务所（特殊普通合伙）变更为北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）。公司提供了 2024 年财务报告，北京德皓国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了带强调事项段的无保留意见的审计结论，强调事项为“2024 年度，公司对关联方三房巷集团及其下属公司销售回款速度变慢，应收账款金额增加”⁶。公司 2024 年度审计意见为非标准审计意见，显示其财务报告质量较低。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

2024 年及 2025 年 1—3 月，公司合并范围无变化。公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产规模较上年底有所增加，非流动资产占比明显上升，符合化工行业一般特征；但应收账款增幅较大，其中关联方余额规模很高；在建项目建设投入增加以及经营获现仍流出导致货币资金非受限金额很少，且存货仍存减值风险，对于公司资产质量和流动性形成了压力。公司有息债务来源较为多元，债务负担在化工行业内重，且较高的短期债务规模对于公司经营形成了很大的还款压力。2024 年，公司收入同比增长，公司经营性亏损规模仍然较大，非经营性亏损大幅增加，进一步加重了公司的亏损程度；2025 年一季度，公司亏损额同比扩大。跟踪期内，公司经营活动现金净流出量显著减少，但经营获现较投资支

⁵ 数据来自《2024 年度江苏三房巷聚材股份有限公司控股股东及其他关联方资金占用情况的专项说明》

⁶ 表述来自《江苏三房巷聚材股份有限公司出具带强调事项段的无保留意见涉及事项的专项说明》

出仍缺口很大，筹资压力很大。

截至 2024 年底，公司资产规模较上年底有所增加，非流动资产占比明显上升，符合化工行业一般特征。流动资产中，应收账款增幅较大，主要系对江阴运伦化纤有限公司、江阴博伦化纤有限公司等关联方关联销售应收账款大幅增加所致。公司应收账款关联方组合余额为 43.80 亿元，其中账龄 6 个月以内和 6 个月到 1 年余额分别为 30.36 亿元和 13.44 亿元，计提的坏账准备金额为 8066.46 万元。考虑到公司关联方（控股股东三房巷集团及其子公司）主要从事聚酯纤维和薄膜等业务，经营业绩承压，公司应收账款的回收风险高。截至 2024 年底，公司货币资金较上年底大幅减少，主要系在建项目建设投入增加以及经营获现仍流出所致。公司货币资金中受限资金占比超过 85%，受限比例极高，可动用流动资金很少。存货较上年底有所减少，主要系原材料市场价格下降、原料及成品库存减少等原因所致；存货主要由原材料和库存商品构成，考虑到公司主要原料 PTA 和产品瓶级聚酯切片目前均仍处于供大于求的市场环境，价格进一步走低的可能性很大，仍存在减值风险。

非流动资产中，截至 2024 年底，公司固定资产较上年底减少，主要系转入在建工程所致，期末固定资产成新率为 30.88%，处于行业内很低水平。公司固定资产采用年限平均法计提折旧，其中房屋建筑物、专用设备及通用设备折旧年限分别为 20~40 年、3~12 年以及 3~12 年，设备折旧年限符合化工行业内一般特征。公司无形资产主要是土地使用权约 5 亿元，考虑到公司主要经营地处于长三角经济发达地区，减值可能性较小。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底亦增幅较大，仍以流动负债为主，负债期限结构与资产期限结构形成一定错配。截至 2024 年底，公司短期借款较上年底有所增长，短期借款中信用借款、抵押及保证借款以及抵押借款占比分别为 40.39%、39.30%和 19.54%；受应付工程、设备及维修款增加影响，应付账款较上年底大幅增长。公司长期借款主要为保证借款、抵押及保证借款，长期应付款仍为应付融资租赁款，应付债券规模仍大。

截至 2025 年 3 月底，公司资产及负债规模较 2024 年底均小幅增长，资产和负债构成较 2024 年底变化不大。

图表 9 • 公司资产及负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年底		2024 年底		2024 年底数据较 2023 年底 数据增长率（%）	2025 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）		金额	占比（%）
流动资产	91.49	56.85	81.80	43.97	-10.60	84.11	43.51
货币资金	21.09	23.06	10.84	13.25	-48.62	10.77	12.81
应收账款	34.42	37.62	47.02	57.48	36.58	47.56	56.54
存货	31.50	34.43	18.23	22.28	-42.13	21.47	25.52
非流动资产	69.44	43.15	104.24	56.03	50.12	109.21	56.49
固定资产	37.90	54.57	29.37	28.17	-22.50	28.70	26.28
在建工程	7.83	11.28	57.49	55.15	634.11	61.85	56.64
资产总额	160.93	100.00	186.04	100.00	15.60	193.32	100.00
流动负债	57.21	58.40	77.97	60.76	36.28	85.07	62.18
短期借款	22.11	38.65	27.13	34.80	22.70	27.66	32.51
应付票据	5.01	8.76	4.86	6.23	-3.07	5.16	6.06
应付账款	16.62	29.05	24.38	31.27	46.67	28.09	33.01
一年内到期的非流动负债	7.04	12.31	14.04	18.01	99.35	15.51	18.23
合同负债	4.55	7.96	5.46	7.00	19.82	6.36	7.47
非流动负债	40.75	41.60	50.36	39.24	23.59	51.76	37.82
长期借款	11.34	27.84	17.46	34.67	53.93	18.54	35.82
应付债券	21.62	53.05	22.44	44.55	3.79	22.62	43.70
长期应付款（合计）	6.73	16.50	7.33	14.56	9.05	7.46	14.42
负债总额	97.96	100.00	128.33	100.00	31.00	136.83	100.00

注：1.尾差系四舍五入所致；2.流动资产科目占比系其占流动资产比重，非流动资产科目占比系其占非流动资产比重，流动负债科目占比系其占流动负债比重，非流动负债科目占比系其占非流动负债比重，表中在建工程含工程物资
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司受限资产合计占期末资产总额的 17.14%，资产受限比例低。

图表 10 • 公司资产受限情况（单位：亿元）

项 目	期末账面价值	受限原因
货币资金	9.41	保证金、冻结款、用于担保的存款等
固定资产	10.82	抵押借款、融资租赁
在建工程	6.97	抵押借款、融资租赁
无形资产	2.79	抵押借款
投资性房地产	1.90	抵押借款
合计	31.89	--

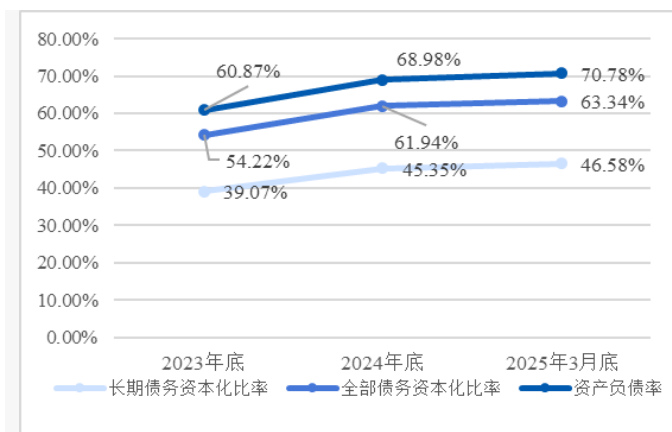
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年底，公司所有者权益 57.71 亿元，均为归属于母公司所有者权益，较上年底下降 8.35%，主要系亏损导致未分配利润减少所致。其中，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 67.52%、15.11%、4.93%和 6.01%。

公司债务主要来自银行贷款、债券融资、融资租赁以及票据融资等。在公司亏损以及投资规模增加的推动下，截至 2024 年底，公司全部债务较上年底增长 25.93%，其中短期债务占 49.02%，考虑到 2023 年以来公司持续亏损，且可动用流动资金很少，较高的短期债务规模对于公司经营形成了很大的还款压力。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.98%、61.94%和 45.35%，较上年底分别提高 8.11 个百分点、提高 7.72 个百分点和提高 6.27 个百分点，增速很快，债务负担在化工行业内很重⁷。

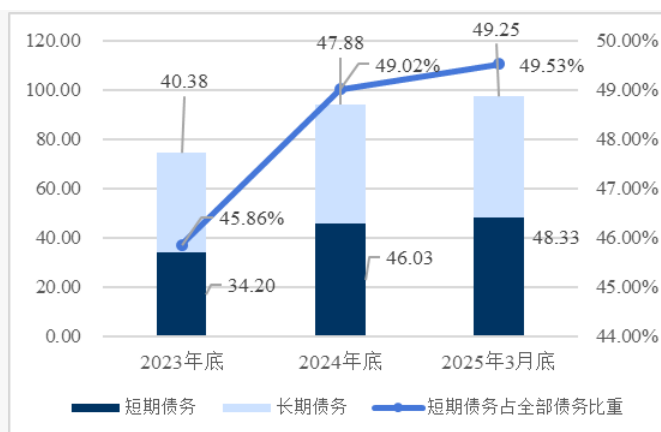
截至 2025 年 3 月底，公司全部债务规模较上年底小幅增加，债务结构变化不大。

图表 11 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 12 • 公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司营业总收入和营业成本同比均小幅上升；公司期间费用率保持低水平，但其中财务费用随着债务规模增加仍增加。2024 年，公司非经营性损益中，资产减值损失同比大幅减少，但投资收益同比大幅减少 2.77 亿元，主要系 PTA 和 MEG 原料采购套保损失增加所致。综合考虑，所有非经营性损益（包括资产和信用减值损失，其他收益、公允价值变动收益、投资收益和资产处置收益）2024 年为-2.09 亿元，较 2023 年的-0.29 亿元大幅增加，进一步推高了公司的亏损。公司营业利润中经营性亏损仍然约为 3~4 亿元。同期，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均有所下降，仍处于化工行业内很低水平。综上，公司 2024 年亏损额进一步扩大。2025 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 18.88%，利润总额较 2024 年同期的-0.37 亿元进一步下降至-1.76 亿元。考虑到国内化工产品需求恢复缓慢，叠加公司所处的瓶级聚酯切片以及 PTA 行业均供大于求，使得主要产品价格支撑不足，预计短期内公司经营仍将承压。

2024 年，公司经营活动现金流量仍处于净流出状态；在建项目投资支出大幅增加导致投资活动现金净流出规模同比大幅增加，公司经营获现较投资支出仍缺口很大，筹资压力很大。

图表 13 • 公司盈利及现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2024 年数据较 2023 年数据增长率 (%)	2025 年 1—3 月
营业总收入	234.79	241.37	2.80	43.93

⁷ 根据国家统计局数据，截至 2024 年 12 月底，中国化学原料和化学制品制造业行业资产负债率为 54.45%。

营业成本	234.38	241.55	3.06	43.87
期间费用	3.32	3.52	6.02	1.09
其中：财务费用	2.00	2.20	9.55	0.75
期间费用率	1.41%	1.46%	0.05 个百分点	--
资产减值损失	-1.19	-0.34	-71.40	0.01
投资收益	1.61	-1.16	--	0.01
利润总额	-3.81	-6.24	63.88	-1.76
营业利润率	-0.07%	-0.28%	-0.21 个百分点	--
总资本收益率	-0.80%	-1.42%	-0.62 个百分点	--
净资产收益率	-4.37%	-8.45%	-4.08 个百分点	--
经营活动现金流量净额	-27.18	-1.70	--	0.49
投资活动现金流量净额	-9.47	-26.38	--	-3.43
筹资活动前现金流量净额	-36.65	-28.09	--	-2.95
筹资活动现金流量净额	38.01	18.56	-51.17	3.79
现金收入比	93.35%	97.45%	4.10 个百分点	101.14%

注：1.尾差系四舍五入所致；2.“--”表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2 偿债指标变化

2024 年，因公司经营业绩表现不佳，其偿债指标整体下降，整体看公司偿债指标弱。若公司未来公司经营业绩不能显著改善，公司偿债指标或进一步弱化。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	行业数据	2025 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	159.92	104.91	315.71	98.87
	速动比率（%）	104.86	81.53	264.23	73.64
	经营现金流动负债比（%）	-47.50	-2.18	1406.57	--
	现金短期债务比（倍）	0.63	0.25	/	0.23
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	3.49	0.56	/	--
	全部债务/EBITDA（倍）	21.34	169.19	6.23	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.48	0.17	36.32	--
	经营现金/利息支出（倍）	-11.53	-0.54	/	--

注：1.经营现金指经营活动现金流量净额；2.行业数据取自申银万国SW化学制品行业2024年平均数据，部分数据处理过极值
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2024 年以来，在货币资金等流动资产持续减少的影响下，公司流动比率、速动比率以及现金短期债务比均大幅下降，流动资产对流动负债的保障程度减弱，经营现金净流出对流动负债仍不具有保障性。从长期偿债指标看，2024 年，随着亏损的扩大，公司 EBITDA 同比大幅下降 84.12%，其对全部债务及利息的覆盖程度均极低。

对外担保方面，截至 2025 年 3 月底，公司合并口径对外担保金额共 6.00 亿元，为对控股股东三房巷集团的担保，该担保事项设置了反担保措施。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。整体看，公司或有负债风险小。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信为 68.82 亿元（2023 年底公司银行授信为 67.26 亿元人民币和 7822.47 万欧元），未使用授信余额为 10.65 亿元。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

3 公司本部主要变化情况

公司本部无具体业务，跟踪期内亦亏损。公司本部债务杠杆仍低。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 96.73 亿元，主要为长期股权投资 93.90 亿元，公司本部货币资金为 0.05 亿元。负债主要为其他应付款和公司本部发行的“三房转债”。截至 2024 年底，公司本部资产负债率为 36.75%，债务杠杆仍低。

2024 年，公司本部营业总收入为 0.03 亿元，利润总额为-0.99 亿元。同期，公司本部未实现投资收益。

现金流方面，截至 2024 年底，公司本部经营活动现金流净额为 6.37 亿元，投资活动现金流净额为-6.37 亿元，筹资活动现金流净额为-0.47 亿元。

公司未披露 2025 年 3 月底公司本部财务数据。

（五）ESG 方面

作为化工企业，公司环保压力较大，跟踪期内未发生重大安全生产事故和重大环保违规事项，但公司与控股股东及关联方之间存在较大规模的关联交易以及担保，需持续关注公司治理对公司信用水平的影响。

环境保护方面，作为化工企业，公司在建设和运营过程中需要消耗能源，产生二氧化碳等温室气体排放，同时也会产生废水、废气等废弃物，相关环保治理或将增加公司的营运成本。为降低对环境的影响以及保护人员安全，公司积极制定和完善安全环保管理规章制度并落实。2024 年，公司未发生重大环保违规事项，环保总投入 1851.74 万元。公司响应国家“双碳”政策的号召，推行落实节能减排措施，减碳措施包括锅炉以天然气替代原煤，减少煤和电的消耗；部分利用光伏电能，减少碳排放；公司子公司通过节能技改实现了空压机发电；聚酯工厂采用酯化蒸汽余热发电以降低产品综合能耗。此外，公司积极研究开发 r-PET 瓶片生产技术，推动再生资源循环利用。但公司属于环境保护部门公布的重点排污单位，仍无法完全排除因人为操作失误或意外原因导致的环保事故，从而影响公司的正常经营活动。

社会责任方面，公司解决就业超过 2000 人。产品质量方面，公司开发出多种全系列的瓶级聚酯切片产品，多种瓶级聚酯切片产品获得可口可乐技术认证，公司 PTA 产品是郑州商品交易所 PTA 交割免检品牌。2024 年，公司未发生重大安全生产事故。公司积极承担社会责任，2024 年，公司重要子公司江苏海伦石化有限公司向江阴市慈善总会捐赠 2 万元。

治理方面，公司股权高度集中于三房巷集团，而公司与三房巷集团以及相关关联方之间存在较大规模的关联交易以及担保，加大了公司的公司治理风险，内部管理有待强化。

公司无 ESG 报告或社会责任报告，ESG 信息披露有待提高。

七、债券偿还能力分析

跟踪期内，公司经营活动净现金流和 EBITDA 均无法对“三房转债”债券余额形成覆盖，未来需持续关注公司所处行业供需变化对其经营业绩的影响。考虑到“三房转债”存续期较长，其设置有转股条款，未来有望通过转股降低其实际偿付压力。

本报告跟踪的公司存续债券为“三房转债”，将于 2029 年 1 月 6 日到期，2025 年 3 月底余额 24.99 亿元，多数债券未完成转股。2024 年，公司经营活动现金流入量对“三房转债”债券余额的保障倍数尚可，公司经营活动净现金流和 EBITDA 均无法对“三房转债”债券余额形成覆盖。综合看，公司对该债券偿债保障能力一般。

图表 15 • 本报告所跟踪的公司存续债券偿还能力指标

项目	2023 年	2024 年
EBITDA 偿债倍数（倍）	0.14	0.02
经营活动现金流入量偿债倍数（倍）	8.93	9.62
经营活动现金流量净额偿债倍数（倍）	-1.09	-0.07
现金类资产偿债倍数（倍）	0.86	0.46

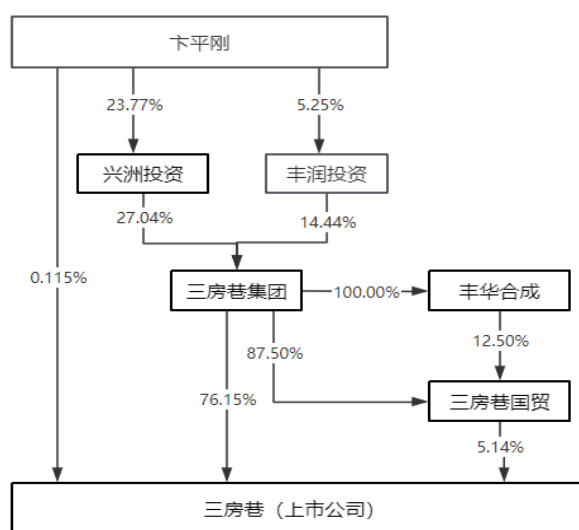
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

“三房转债”转股因素方面，根据公司 2025 年 4 月 4 日公告，公司最新转股价格为 3.02 元/股，显著高于公司近期股票收盘价，考虑到公司为“三房转债”设置了转股价格向下修正条款，该转债的存续期尚且较长，到期前“三房转债”依然有望转股，届时公司实际偿债压力或将减轻。

八、跟踪评级结论

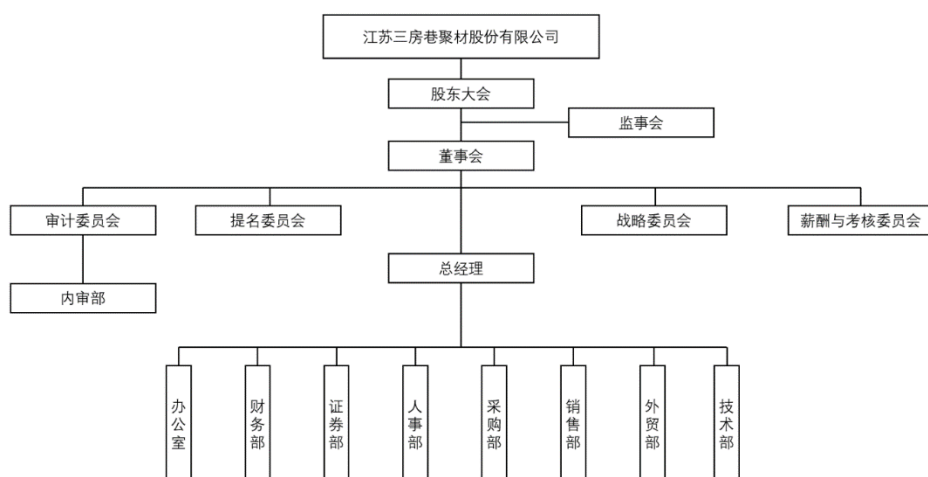
基于对公司经营风险、财务风险、个体调整及债项条款等方面的综合分析评估，确定下调公司主体长期信用等级为 A⁺，并下调“三房转债”的信用等级为 A⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

子公司名称	注册资本金	主营业务	直接/间接持股比例
江苏海伦石化有限公司	430000 万元	PTA 的生产与销售	100.00%
江阴新源热电有限公司	7736 万元	电、蒸汽的生产与销售	100.00%
江阴济化新材料有限公司	3868 万元	PBT 工程塑料的生产与销售	100.00%
江苏兴业塑化有限公司	190000 万元	瓶级聚酯切片的生产与销售	100.00%
江阴兴泰新材料有限公司	8256 万元	瓶级聚酯切片的生产与销售	100.00%
江阴兴宇新材料有限公司	8256 万元	瓶级聚酯切片的生产与销售	100.00%
江阴兴佳塑化有限公司	5502 万元	瓶级聚酯切片的生产与销售	100.00%
江阴三房巷经贸有限公司	4000 万元	贸易	100.00%
江苏三房巷国际储运有限公司	3000 万元	仓储及综合服务	100.00%
江阴兴佳新材料有限公司	10000 万元	织染及后整理加工，拟从事瓶级聚酯切片的生产与销售	100.00%
柏康贸易有限公司	10000 港元	贸易	100.00%

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	21.58	11.45	11.24
应收账款（亿元）	34.42	47.02	47.56
其他应收款（亿元）	0.62	0.45	0.44
存货（亿元）	31.50	18.23	21.47
长期股权投资（亿元）	1.10	0.00	0.00
固定资产（亿元）	37.90	29.37	28.70
在建工程（亿元）	3.97	54.51	61.85
资产总额（亿元）	160.93	186.04	193.32
实收资本（亿元）	38.96	38.97	38.97
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	62.97	57.71	56.49
短期债务（亿元）	34.20	46.03	48.33
长期债务（亿元）	40.38	47.88	49.25
全部债务（亿元）	74.58	93.91	97.59
营业总收入（亿元）	234.79	241.37	43.93
营业成本（亿元）	234.38	241.55	43.87
其他收益（亿元）	0.13	0.08	0.01
利润总额（亿元）	-3.81	-6.24	-1.76
EBITDA（亿元）	3.49	0.56	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	219.19	235.22	44.43
经营活动现金流入小计（亿元）	223.18	240.48	46.80
经营活动现金流量净额（亿元）	-27.18	-1.70	0.49
投资活动现金流量净额（亿元）	-9.47	-26.38	-3.43
筹资活动现金流量净额（亿元）	38.01	18.56	3.79
财务指标			
销售债权周转次数（次）	7.27	5.85	--
存货周转次数（次）	8.12	9.72	--
总资产周转次数（次）	1.54	1.39	--
现金收入比（%）	93.35	97.45	101.14
营业利润率（%）	-0.07	-0.28	-0.13
总资本收益率（%）	-0.80	-1.42	--
净资产收益率（%）	-4.37	-8.45	--
长期债务资本化比率（%）	39.07	45.35	46.58
全部债务资本化比率（%）	54.22	61.94	63.34
资产负债率（%）	60.87	68.98	70.78
流动比率（%）	159.92	104.91	98.87
速动比率（%）	104.86	81.53	73.64
经营现金流动负债比（%）	-47.50	-2.18	--
现金短期债务比（倍）	0.63	0.25	0.23
EBITDA 利息倍数（倍）	1.48	0.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	21.34	169.19	--

注：1.公司 2025 年 1—3 月财务报表未经审计；2.本报告已将合并口径的长期应付款中的有息部分计入债务；3.“--”表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年
财务数据		
现金类资产（亿元）	0.52	0.05
应收账款（亿元）	0.18	0.14
其他应收款（亿元）	0.01	2.37
存货（亿元）	0.01	0.01
长期股权投资（亿元）	87.54	93.90
固定资产（亿元）	0.16	0.15
在建工程（亿元）	0.00	0.06
资产总额（亿元）	88.55	96.73
实收资本（亿元）	38.96	38.97
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	62.57	61.18
短期债务（亿元）	0.07	0.12
长期债务（亿元）	21.62	22.44
全部债务（亿元）	21.69	22.56
营业总收入（亿元）	0.02	0.03
营业成本（亿元）	*	*
其他收益（亿元）	0.01	*
利润总额（亿元）	-0.76	-0.99
EBITDA（亿元）	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.37	5.56
经营活动现金流入小计（亿元）	4.18	14.25
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.12	6.37
投资活动现金流量净额（亿元）	-17.86	-6.37
筹资活动现金流量净额（亿元）	19.05	-0.47
财务指标		
销售债权周转次数（次）	0.11	0.18
存货周转次数（次）	0.09	0.11
总资产周转次数（次）	0.00	0.00
现金收入比（%）	*	*
营业利润率（%）	47.67	86.70
总资本收益率（%）	0.16	-0.06
净资产收益率（%）	-1.22	-1.63
长期债务资本化比率（%）	25.68	26.83
全部债务资本化比率（%）	25.74	26.94
资产负债率（%）	29.34	36.75
流动比率（%）	18.45	19.69
速动比率（%）	18.19	19.60
经营现金流动负债比（%）	-25.77	48.62
现金短期债务比（倍）	7.06	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/

注：1. 公司未披露 2025 年一季度公司本部财务报表；2. “*”表示数据过大或过小，“/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持